

# Uwe Traber

## Neue Formen des Geldes.

### Innovationen auf den internationalen Finanzmärkten

Seit einigen Jahren sind — ausgehend von den USA — auf den internationalen Finanzmärkten beträchtliche strukturelle Veränderungen zu beobachten. Große Aufmerksamkeit wird neuen Formen der Kreditvergabe und der Begebung von Wertpapieren geschenkt, die sich anschicken, den Markt auf Kosten der traditionellen Formen zu erobern. Ihre Neuartigkeit und die Befürchtung von seiten der Zentralbanken, diese neuen Finanzierungsinstrumente und -techniken seien im Begriff, die Wirksamkeit des jeweiligen nationalen geldpolitischen Instrumentariums zu reduzieren, läßt sie zum Gegenstand theoretischen Interesses werden. Auch der folgende Beitrag will die Entstehungsgründe der Finanzinnovationen und deren Zusammenhang mit der Akkumulation des zinstragenden Kapitals untersuchen. Davon ausgehend können dann die Wirkungen auf die Geschäftsbanken erörtert werden, was die Grundlage abgibt, um Aussagen über die Wirksamkeit nationaler Geldpolitik treffen zu können. Es ist sinnvoll, die Finanzinnovationen zunächst kurz Revue passieren zu lassen, um danach ihre Entstehung theoretisch zu klären.

#### Teil 1: Ein empirischer Überblick

Die Neuerungen im US-Kreditsystem werden von interessierter Seite gern als Reaktion auf staatliche Eingriffe und Verordnungen ausgegeben; der Staatseingriff gilt als einzige und alleinige *Ursache* der Entstehung neuer Finanzformen:

»Die heutigen geldpolitischen Probleme der USA lassen sich z.T. auf Gesetze zurückführen, die Zinsobergrenzen für Spar- und Termineinlagen festlegen (Regulation Q) und den Banken verbieten, Zinsen auf Sichteinlagen zu zahlen (Banking Act). Wie ein Naturgesetz gilt aber: Staatliche Beschränkungen regen stets den menschlichen Erfindungsgeist an, diese zu umgehen, wobei die Anstrengungen in dem Maße wachsen, in dem es sich auszahlt« (Maier (1981), S. 542).

In der Tat sind aber — wie wir sehen werden — die genannten Staatseingriffe lediglich *Anlaß*, neue Formen des Finanzverkehrs zu entwickeln. Neben den angeführten Zinsverboten bzw. -beschränkungen trugen vor allem die institutionellen Besonderheiten des US-Finanzsektors, der große Unterschiede zum Kreditsystem der BRD aufweist, zur Entstehung der Finanzinnovationen bei. An erster Stelle ist das Vorherrschen des Trennbankensystems zu nennen, das den *commercial banks* nur das Kredit- und Einlagengeschäft und den *investment banks* nur das Wertpapiergeschäft (Emission und Handel) erlaubt. Zweitens gilt ein strenges Regionalprinzip: der McFadden Act von 1935 beschränkt den Geschäftsbereich einer Bank auf den Bundesstaat, in dem die Bank ihren Sitz hat und der ihr die Lizenz erteilte (Verbot des »interstate banking«) und erschwert die Eröffnung von Filialen.<sup>1</sup> Diese strikte Filialgesetzgebung hat dazu geführt, daß es in den USA eine Vielzahl von zumeist kleinen und auf lokale Märkte beschränkte Banken gibt.

Dem regionalisierten Bankenkörper entspricht die Organisation des Zahlungsverkehrs. Als wesentlichster Unterschied zum Zahlungsverkehr in der BRD ist das fast vollständige Fehlen von Überweisungen und die Dominanz von Schecks und Kreditkarten festzuhalten. Mit in der BRD vorhandenen vergleichbare Gironetze existieren nur in rudimentären Anfängen. Für »nationwide« operierende Industrieunternehmen ist es notwendig, eine Vielzahl von Bankverbindungen zu unterhalten, da es für sie eine Hausbank mit weitem Filialnetz nicht gibt. Aus diesem Grund entwickelten die Banken bereits frühzeitig elektronisch gestützte Cash-Management-Systeme als Dienstleistungen für die Industriekunden.<sup>2</sup> Andererseits konnten sich zumindest Großunternehmen des nationalen Geldmarktes bedienen, der daher kein reiner Interbankenmarkt wie in der BRD ist. Größere Unternehmen finanzierten sich — da auch aufgrund des fehlenden nationalen Banknetzes das flexible Instrument der Überziehungskreditlinie nur unterentwickelt ist — in der Regel durch Emission kurzfristiger Papiere (commercial papers) am Geldmarkt. Die Versorgung des Geldmarktes mit leihbaren Fonds unternahmen zunächst die der Regulation Q nicht unterliegenden investment banks mit der Schaffung von *money market mutual funds* (MMMF, Geldmarktfonds): Fondsanteile werden in kleiner Stückelung an das »breite Publikum« verkauft und mit nahe an den Geldmarktzinsen liegenden Sätzen verzinst. Die commercial banks sicherten sich daraufhin mit vielfältigen Varianten zur Umgehung der Regulation Q die Refinanzierungsmittel:

- *Overnight Repurchase Agreement* (RPA, Wertpapierpensionsgeschäft): die Bank verkauft Wertpapiere an den betreffenden Kunden mit der Verpflichtung, sie zu einem späteren beliebigen Zeitpunkt zu einem vereinbarten Preis wieder zurückzukaufen. Aus der Differenz zwischen Verkaufs- und Kaufpreis entsteht dem Kunden ein Gewinn, der mit einem gewissen Abschlag der Geldmarkverzinsung entspricht.
- *Negotiable Certificates of Deposit* (CD, handelbares Depositenzertifikat): die Bank emittiert diese Papiere, deren Rendite sich ebenfalls am Geldmarktzinssatz orientiert. CDs verbiefen eine Kundentermineinlage, die aus der Sicht der Bank langfristiger, aus der des Kunden aufgrund der Negotiabilität am Geldmarkt dagegen kurzfristiger Natur ist. CDs sind im Grunde reine Geldmarktpapiere. Die Laufzeiten bewegen sich zwischen 30 Tagen und 5 Jahren. In letzter Zeit nimmt der Anteil von CDs mit variabler Verzinsung (floating rate CDs) zu.
- *NOW*-, *ATS*-, *Share Draft Accounts* sind Konstrukte, die im Massengeschäft eingesetzt werden. Ein *NOW*-Account ist ein Sparkonto, über das die Kunden mit einer scheckähnlichen "Negotiable Order of Withdrawal" (*NOW*) verfügen können, das also im Grunde ein verzinsliches Sichteinlagenkonto darstellt. Die credit unions (Kreditgenossenschaften) bieten identische *Share Draft Accounts* an. Durch eine zusätzliche Buchung komplizierter ist das Automatic Transfer Service Account: wenn die Sichteinlagen eines Kunden eine zuvor vereinbarte bestimmte Höhe unterschreiten, wird automatisch Guthaben von seinem Sparkonto auf das Sichteinlagenkonto übertragen. Bei einem niedrigen Limit (im Extremfall Null) führt jede Scheckbelastung zu einem Abzug vom Sparkonto. *ATS*-Accounts verbinden so die Liquidität von Sichteinlagen mit der Verzinsung von Sparkonten.

*ATS*-Accounts sind in den USA seit 1978, *NOW*-Accounts seit 1981 bundesweit erlaubt. Den Erfolg dieser neuen Formen von Kreditgeld verdeutlicht Tabelle 1.

Die Veränderungen am *Eurokapitalmarkt* seit 1982 werden in bekannter und bewährter Weise ebenfalls mit staatlichen Eingriffen in Verbindung gebracht. Auf diesem Gebiet jedoch ist es viel eher die überschäumende Liquidität zusammen mit gestiegener Wechselkurs- und

Zinsunruhe, die zur Herausbildung innovativer Finanzierungsformen (streng genommen die Weiterentwicklung bekannter Formen und Techniken) führte. Die »Innovationsfreude« konzentrierte sich dabei auf den Primärmarkt des Anleihenmarktes, während der Kreditmarkt und der Wertpapierhandel selbst nur wenige Neuerungen erfuhren.

*Tabelle 1:*

*Entwicklung verschiedener Komponenten der US-Geldmenge M1  
(nicht saisonbereinigte Werte, in Mrd. US \$)*

<i>Zeit</i>	<i>Sicht- einlagen</i>	<i>MMMF</i>	<i>andere scheck- fähige Konten (ATS, NOW usw.)</i>	<i>RPA's</i>
Dez. 1979	270.1	42.9	17.0	48.4
Dez. 1980	275.2	76.3	27.2	63.3
Dez. 1981	243.4	188.6	78.2	59.2
Dez. 1982	247.2	236.3	103.5	71.2
Dez. 1983	252.2	181.4	131.3	85.1
Dez. 1984	257.4	230.2	146.0	81.1
Juli 1985	262.2	240.4	163.6	83.4

Quelle: Federal Reserve Bulletin, verschiedene Ausgaben, Tab. 1.21 und Tab. 1.24 (RPA)

Die Einbindung des Spekulationskapitals ist dabei besonders augenfällig. Die Innovationen bestehen — allgemein gesprochen — darin, bereits von nationalen Kapitalmärkten geläufige Formen und Techniken zunächst extrem zu verfeinern und zu variieren und dann in vielen Schattierungen zu kombinieren. Die heutigen Euromarkttitel stellen daher in der Regel eine Mischung aus Elementen von Eigen- und Fremdkapitalaufnahme und von Kredit- und Anleiheformen dar. Die Variationen beziehen sich dabei auf die Form der Verzinsung, der Laufzeit, der Emission und der Rückzahlung.

Unter den Bedingungen stark schwankender Zinssätze führte der erste Anlauf zunächst zur Emission von Anleihen mit in gewissen Abständen kontinuierlich steigenden Zinscoupons (»multiple coupons« bzw. »graduated adjustment coupons«). Denselben Kategorien gehören auch festverzinsliche Emissionen an, bei denen der Anleger das Recht erhält, unter bestimmten Bedingungen das Papier in einen Coupon mit höherer Verzinsung umzutauschen (»bonds convertible into other bonds«). Zur Absicherung gegen hohe Inflationsraten wurden auch preisindexbezogene Anleihen angeboten (»indexed bonds«). Bezugspunkte waren dabei in der Vergangenheit die Preise für Gold oder Rohöl.

Der nächste Schritt führte von diesen im Grundsatz festverzinslichen Anleihen zu Emissionen mit variablem Zins (»floating rate notes«). Die FRN sind dabei gemessen am Marktanteil überaus erfolgreich (vgl. Tabelle 2). Als Sonderform gibt es mittlerweile Emissionen, bei denen der an sich variable Zinssatz z.B. bei Unterschreiten einer bestimmten Mindestverzinsung automatisch fixiert wird (»drop-lock bond«) oder ein Wandlungsrecht in eine klassische festverzinsliche Anleihe (»straight bond«) eröffnet wird (»convertible FRN«). Ähnliche Vereinbarungen gibt es mittlerweile auch, wenn der vereinbarte Höchstzinssatz überschritten wird (»interest cap«, »capped bonds«), wobei dann z.B. dem Emittenten das Recht zur Wandlung in eine Aktie, meist aber dem Anleger das Bezugsrecht auf eine Aktie oder einen anderen Eurobond zusteht.

Oder es wird ein Zinssatzkorridor (»interest collar«) festgelegt, so daß dem Emittenten ein Mindest- und ein Höchstzinssatz garantiert wird.

Ein weiterer Trend führte zu der extremen Weiterentwicklung der bereits früher bekannten Methode, Anleihen mit einem unter dem Marktzinssatz liegenden Coupon auszustatten, zum Ausgleich aber den Ausgabekurs mehr oder weniger weit unter pari anzusetzen (»discounted bonds«). Der Anleger erhält als Ausgleich für den verminderten Zins einen Kursgewinn. Die Weiterentwicklung führte zu den Anleihen ohne Zinszahlung, bei denen die Rendite allein durch den Unterschied zwischen Ausgabe- und Rückzahlungsbetrag bestimmt wird (»zero-coupon bonds«, Zerobonds, Nullkuponanleihen). Haben die Anleihen vergleichsweise lange Laufzeiten, so ist das Papier aufgrund des relativ geringen Einsatzes an Mitteln und der Aussicht auf Kursgewinne bei Zinssatzänderungen mit seiner aufgrund des Zinseszins-effekts enormen Hebelwirkung ein attraktives Angebot für die Spekulation. Mittlerweile gibt es auch bereits Instrumente, mit denen normale festverzinsliche Anleihen (straight bonds) in Zero-Bonds verwandelt werden. Banken beispielsweise kaufen straight bonds und geben ihrerseits Zero-Bonds aus, die entsprechend der Laufzeit der Festzinsanleihe mit deren Zinssatz abgezinst sind. Hat die Festzinsanleihe also einen 10 %-Coupon und eine Laufzeit von 10 Jahren, so emittiert die Bank Zero-Bonds mit einem Nominalbetrag in Höhe der jährlich aus der Festzinsanleihe zu erhaltenen Zinsen und einem Abzinsungsfaktor von 10 %. Diese aus einer Festzinsanleihe »gestrippen« Zero-Bonds laufen unter so exotischen Namen wie TIGR (»Treasury Investment Growth Receipt«) der Firma Merrill Lynch, LION (»Lehmann Investment Opportunity Note«) der

Tabelle 2:

Kreditaufnahme auf den internationalen Kapitalmärkten nach Instrumenten (in Prozent)

	1981-82	1983	1984	1985
Straight bonds	27.0	32.0	29.6	36.1
Traditional syndicated bank credit <sup>1</sup>	56.6	34.4	23.2	13.6
davon: foreign loans	(3.2)	(4.5)	(4.5)	(2.5)
FRNS <sup>2</sup>	7.8	12.7	19.4	22.8
Note issuance facilities and similar facilities <sup>3</sup>	2.9	4.4	8.8	14.1
»Managed« loans <sup>4</sup>	—	9.3	5.7	2.8
Equity-related bonds	2.1	5.2	5.5	4.5
Other back up facilities	2.8	1.8	5.8	4.1
Other bonds <sup>5</sup>	0.8	0.2	2.0	2.0
Summe	100.0	100.0	100.0	100.0
Nachrichtlich:				
Summe in Mrd. US \$	170.3	153.8	197.3	256.5

1 Ausschließlich »managed« loans und Umschuldungen

2 Einschließlich mittelfristige floating rate CDs

3 Einschließlich multiple-component facilities

4 »Syndicated new money extended under the umbrella of IMF-supported restructuring packages«

5 Einschließlich Zero-Bonds, »deep discount bonds« und anderweitig nicht erfaßte Bond-Emissionen

Quelle: OECD 1986, S. 63

Firma Lehmann Brothers, CATS («Certificates of Accrual on Treasury Securities») der Firma Salomon Bros. oder ZEBRAS («Zero-Coupon Euro-Sterling Bearer or Registered Accruing Securities») aus London.

Die erwünschte Zinsvariabilität läßt sich jedoch auch mit einer Änderung der Laufzeit von Anleihen bei sich verändernden Marktverhältnissen erreichen. Dabei kann der Emittent den Coupon neu festsetzen, während der Anleger die Wahl hat, den neuen Zinssatz zu akzeptieren oder die Rückzahlung zum Nennwert zu verlangen und damit die Laufzeit zu beenden («retractable bonds»). Das gleiche Resultat wird erreicht, wenn dem Anleger das Recht auf vorzeitige Kündigung («call option») eingeräumt wird. Analog gibt es Varianten, die zu einer Verlängerung der Laufzeit führen («extendable bonds»), bei denen der Anleger z.B. das Wandlungsrecht in eine Emission mit längerer Laufzeit erhält.

Variationen in den Rückzahlungsmodalitäten betreffen neben einer Rückzahlung über pari, womit eine höhere Verzinsung erreicht wird («premium bonds»), vor allem die Währung, in welcher der Anleihebetrag zurückzuzahlen ist. Normalerweise erhält bei diesen Konstruktionen der Anleger die Wahl zwischen zwei Währungen, in denen die Rückzahlung erfolgen soll («currency option»), oder die Rückzahlung erfolgt in einer anderen als der Emissionswährung (Doppelwährungsanleihe).

Für die vor allem an einer Hebelwirkung interessierte Spekulation besonders attraktiv sind Praktiken, bei denen zum Zeitpunkt der Emission nur ein Teil des Kaufpreises vom Anleihezeichner verlangt wird («partly-paid bonds»). Einen ähnlichen Zweck verfolgen festverzinsliche Anleihen mit Optionsscheinen («warrants»). Beide Male soll dem Anleger die Möglichkeit gegeben werden, bei einem erwarteten Sinken des Marktzinssatzes noch zu den vereinbarten, dann günstigeren Konditionen einsteigen zu können.

Damit sind wir auf dem Gebiet der Spekulation par excellence, den Optionsanleihen («bonds with warrants»). Im Unterschied zu Wandelanleihen («convertible bonds» — wie oben), bei denen der Anleger das Recht des Umtausches der Anleihe in ein anderes Papier erhält, behält der Anleihezeichner nach Abtrennen des separat handelbaren Optionsscheines einen normalen «straight bond» (ex warrant). Da dieser mit Abschlag gehandelt wird, eröffnet sich dem Käufer eines ex-warrant-bond die Chance eines Kursgewinnes. Gleiches gilt für den Käufer des Optionsscheines, für den die Hebelwirkung größer ausfällt. Logische Weiterentwicklung sind die «WINGS» («warrants into negotiable government securities»), bei denen auf die Anleihe selbst verzichtet wird und nur die Optionsscheine emittiert und gehandelt werden. Von diesen Instrumenten zu den direkt börsengängigen Spekulationspapieren unter dem Sammelbegriff «financial futures» ist es dann nur noch ein kleiner Schritt.

Auf dem Kreditmarkt beziehen sich die Neuerungen vor allem auf die Absicherung gegen Zinssatzveränderungen. Nach der früher entwickelten Form des «roll-over»-Kredits (Kredit mit periodischer Zinsanpassung an die Refinanzierungskosten der Banken) sicherten sich in neuester Zeit vor allem die Kreditnehmer durch die sog. «Note Issuance Facilities» (NIF). Dieses Instrument, eine Hybridform von traditionellen Kredit- und Anleiheelementen, stellt eine Weiterentwicklung eines Verfahrens dar, mit dem US-Unternehmen auf dem dortigen Kapitalmarkt in der Regel kurzfristige Finanzierungen vornehmen. Statt einen kurzfristigen Kredit zu vereinbaren oder eine Kontokorrentlinie in Anspruch zu nehmen, emittiert das Unternehmen am Geldmarkt «commercial papers», entweder «promissory notes» (Solawechsel) oder «bankers acceptances» (Bankakzpte, Privatdiskonten) mit entsprechender Laufzeit.

Auf dem Euromarkt gibt es nun analog Vereinbarungen über die Einräumung von Fazilitäten, die es Kreditnehmern erlauben, innerhalb eines mittel- bis langfristigen Zeitraums (5-10

Jahre) revolvingierend kurzfristige Geldmarktpapiere zu begeben. Aufgabe einer oder mehrerer Banken ist es zunächst, diese »euronotes« bei anlaufesuchenden Dritten unterzubringen. Daneben verpflichtet sich in den meisten Fällen ein Bankenkonsortium (»underwriting group«) für die gesamte Laufzeit der Vereinbarung, die Notes zu übernehmen oder in entsprechender Höhe direkten Kredit zu gewähren, wenn die Papiere am Markt keinen Absatz finden.<sup>3</sup> Die Kreditlinie wird meist als »multiple component facility« ausgestaltet, so daß sie in verschiedenen Formen (mittels »promissory notes«, »bankers acceptances« o.ä.) und Währungen in Anspruch genommen werden kann, wobei eine vereinbarte Marge über die Geldeinstandskosten (meist LIBOR — London Inter Bank Offered Rate, Interbankzinssatz für Euro-Dollars in London) für in Anspruch genommene Fazilitätsanteile berechnet wird.<sup>4</sup> Für die Bereitstellung der Fazilität wird in der Regel eine Provisionsgebühr berechnet.

Bekannt geworden ist dieses Instrument als »Note Issuance Facility« (NIF) bzw. »Revolving Underwriting Facility« (RUF), wobei NIF als Überbegriff auch solche Fazilitäten einschließt, bei denen das Plazierungsrisiko nicht durch eine »underwriting group« abgedeckt ist. Da diese Vereinbarungen die Einrichtung von Unterstützungslinien zum Gegenstand haben, werden sie auch »back-up-facilities« genannt.

Dieses Segment des Euromarktes entwickelt sich dynamisch und läuft den traditionellen Konsortialkrediten mehr und mehr den Rang ab (vgl. oben Tabelle 2, S. 92).

Parallel zu den Entwicklungen neuer Instrumente werden auch die Verfahrenstechniken verfeinert. Ging es vorher vor allem darum, der Spekulation neue Anlageformen anzubieten, so ist die neue Technik der »Swap-Geschäfte« sowohl für die Emittenten des Kapitalmarktes, traditionelle Kreditgeber, aber auch für die Inhaber von Forderungen von Interesse.

Bei einem Zinsswap (»interest rate swap« oder »coupon swap«) werden Zinszahlungsverpflichtungen (bei einem »liability swap«) oder -forderungen (bei einem »asset swap«) mit unterschiedlicher Zinsberechnung getauscht, z.B. Zahlungsverpflichtungen aus einem Festzinssatzkredit mit denen aus einem Kredit (oder einer Anleihe) mit variablem Zinssatz. Sind die Zahlungen dabei in unterschiedlichen Währungen zu leisten, so wird zusätzlich ein Währungsswap erforderlich (»cross interest rate currency swap« oder »CIRCUS«). Der Tausch der Zahlungsverpflichtungen umfaßt dabei auch den Rückzahlungsbetrag bei Fälligkeit. Der betriebswirtschaftliche Nutzen dieser Geschäfte ist zum einen eine Verringerung der Zins-einstandskosten, zum anderen die rentablere Anlage von liquiden Mitteln bei gleichzeitigem Bedarf an Geldern in einer anderen Währung.<sup>5</sup>

Das Verlangen, die Portfoliostruktur, die hinsichtlich Liquidität, Ertrag und Risiko durch die Schuldenkrise umgekrempelt worden war, wieder zu »normalisieren«, führte die Eurobanken zum einen dazu, Swapgeschäfte zu tätigen und ließ sie zum anderen selbst handelbare Schuld-titel (hauptsächlich FRN) nachfragen. 1984 wurde für diesen Zweck mit den »transferable loan facilities« (TLF) eine dritte Möglichkeit geschaffen. Die TLF setzen an der Primärstufe eines traditionellen syndizierten Eurokredits an und beinhalten »transferable loan certificates«, mittels derer eine beteiligte Gläubigerbank eine Beteiligung an diesem Kredit übertragen kann.<sup>6</sup>

Das wachsende Gewicht der Metropolen bei der Geldkapitalbereitstellung führte zu einer Umschichtung in den Marktanteilen der Anleihewährungen. Vor allem der US-Dollar hat an Gewicht verloren: waren 1981/82 nach Angaben der OECD noch 80,4 % aller internationalen Ausleihungen in Dollar denominiert, so ging dieser Anteil auf 64,3 % in 1985 zurück.<sup>7</sup> Ein erst vor etwa drei Jahren (Juni 1983) entstandener Sektor der internationalen Finanzmärkte ist der Markt für Euroaktien. Dabei werden Aktien außerhalb der nationalen Märkte plziert. Gegenüber traditionellen Emissionen besteht der Unterschied in der Plazierung zu

direkten Marktpreisen statt mit mehr oder weniger großen Abschlägen aufgrund der Notwendigkeit, den bisherigen Aktionären Bezugsrechte einzuräumen. Es zeigte sich jedoch, daß das Ziel einer internationalen Streuung des Anteilsbesitzes nicht auf direktem Wege über die Emission erreicht wird. Zunächst können die Emissionen nur bei »gut gestimmten« Aktienmärkten vollständig abgesetzt werden (das Risiko für das Emissionskonsortium ist geringer). Weiter zeigte die Erfahrung, daß die international platzierten Aktien nach kurzer Zeit unter Gewinnrealisierung an den »heimischen« Börsen auftauchten. Das Ziel wird somit nicht erreicht.

## Teil 2: Die theoretische Erfassung der Finanzinnovationen

### 1. Gängige Begründungen für das Entstehen von Finanzinnovationen

Die Theoretiker sind sich mit den Praktikern einig: die Finanzinnovationen dokumentieren die Überlegenheit des freien Marktes gegenüber staatlicher Bevormundung. Während die Praktiker es dabei bewenden lassen und sich an das Aushecken immer komplizierterer Varianten begeben, fällt den Theoretikern des Euromarktes die Aufgabe zu, reflektierende Zutaten beizumischen. Ihre aus der Nutzentheorie entwickelten mikroökonomischen Erklärungsversuche<sup>8</sup> basieren auf dem Gemeinplatz, daß neue Finanzierungstechniken und -instrumente erst dann geschaffen werden, wenn sowohl die Nachfrage nach als auch das Angebot an diesen Instrumenten genügend groß ist.

Hinsichtlich der Bestimmungsgründe von Angebot und Nachfrage sind dabei zwei Faktoren bedeutsam: erstens haben institutionelle Beschränktheiten — insbesondere administrative Hemmnisse — dafür gesorgt, daß die Finanzintermediäre eine breite Angebotspalette zur Umgehung dieser Regulationen eröffneten. Zweitens hat die in den 70er Jahren gestiegene Volatilität von Inflationsraten, Zinssätzen und Wechselkursen die entsprechende Nachfrage hervorgebracht. Die Volatilität wird im übrigen wieder auf die nicht-marktwirtschaftliche Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik der »Industrieländer« zurückgeführt. Der Nachfrage liegen dabei disparate Motive zugrunde: das Verlangen nach liquiden und standardisierten Instrumenten für einen effektiven Zahlungsverkehr innerhalb eines Währungsgebietes, die Durchführung des Geldaustauschs zwischen verschiedenen Währungen, die grenzübergreifende Investitionsfinanzierung (Ausgleich von Sparen und Investieren) und die Begrenzung der Risiken.<sup>9</sup>

Diese Begründung verwischt jedoch wesentliche Unterschiede zwischen den verschiedenen, unter dem Schlagwort der »Finanzinnovation« subsumierten Instrumenten. Die unterschiedlichsten Motivationen werden als gleichberechtigte Bestimmungsgründe herangezogen, ohne zu differenzieren, in welcher Situation und für welche Gruppe von »Nachfragern« diese Motive von Bedeutung sind. Die Theoretiker treiben Verhaltensforschung und vernachlässigen die Analyse der *funktionellen* Zusammenhänge und der makroökonomischen Hintergründe. Ferner wird nicht reflektiert, warum die seit langem bestehenden administrativen Hindernisse angeblich erst jetzt mittels neuer Finanzierungstechniken umgangen werden bzw. warum schon seit den 60er Jahren bestehende Techniken erst seit Mitte der 70er Jahre einen Boom erleben. Zwar wird der verschärfte Wettbewerb auf den Euromärkten angegeben, der im Gefolge der Schuldenkrise entstanden ist, als immer weniger bonitätsmäßig einwandfreie Schuldner zur Verfügung standen. Jedoch wird hiermit die Ursache nur auf der

Nachfrageseite geortet ohne darüber nachzudenken, mit welchem Recht die Verhältnisse vor 1982 — dem Jahr des mexikanischen Sündenfalls — als normal angesehen werden konnten. Es fehlt mit anderen Worten die Analyse der Entstehungsgründe eines derart hohen Geldkapitalangebotes, das ausreichte, um 900 Mrd. US \$ an Entwicklungsländerkrediten zu finanzieren. Angesichts der aus der Statistik abzulesenden geographischen Verteilung des Geldkapitalangebotes können auch die berühmten Petrodollars für die 80er Jahre kein ins Gewicht fallender Erklärungsfaktor sein. Vielmehr wird deutlich, daß der überwiegende Teil der Kreditnachfrage und des Geldkapitalangebotes aus den kapitalistischen Metropolen stammt (vgl. OECD 1986, S. 8).

Die theoretische Verwirrung spiegelt sich in der Begriffsvielfalt. In der Bankenwelt wird mittlerweile jede Neuerung mit dem Schlagwort »Innovation« belegt. Der Bogen reicht — wie wir in Teil 1 gesehen haben — von reinen bankbetrieblichen Rationalisierungsmaßnahmen (ATM, POS)<sup>10</sup> über den Zahlungsverkehr und das Einlagengeschäft bis hin zum Kredit- und Emissionsgeschäft der Banken. Hinzu treten die organisierten futures-Märkte und die International Banking Facilities. Innovationen als Reaktion auf *strukturelle* Veränderungen im internationalen Finanzsystem sind jedoch nur auf dem Kredit- und Anleihemarkt entstanden.

Vor dem Hintergrund der globalen Schuldenkrise sind daher die Entstehungsgründe und die Natur der auf den Euromärkten umgeschlagenen Geldkapitalmassen für die Beurteilung der Finanzinnovationen und der Zukunft des Weltfinanzsystems ausschlaggebend. Nach dieser grundlegenden Klärung lassen sich dann die Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten (die Produktdifferenzierungen) mit den von den Nutzentheoretikern verwendeten Kategorien beschreiben. Denn es sind in der Tat die Mikroeinheiten, die die Finanzinnovationen als Reaktion auf ein verändertes makroökonomisches Umfeld hervorbringen. Sie reproduzieren dabei aber die ihr Verhalten determinierenden globalen Parameter selbst, was die Theoretiker wiederum nicht als in der Logik des Systems liegend erfassen können.

## 2. Der theoretische Hintergrund: die Überliquidität in den kapitalistischen Metropolen

Die Verhältnisse von reproduktiver und Geldkapitalakkumulation im Zustand struktureller Überakkumulation des Kapitals, wie sie in den kapitalistischen Metropolen heute besteht, setzen die strukturellen Rahmenbedingungen für das Blühen der als »Finanzinnovationen« titulierten neuen Finanzierungsinstrumente auf den Euromärkten.<sup>10a</sup>

Eine beständige Akkumulation von Geldkapital begleitet und vermittelt den Prozeß der Akkumulation des reproduktiven Kapitals. Sie drückt den Umstand aus, daß der Kreislaufprozeß des reproduktiven Kapitals mit der Form des Geldkapitals beginnt und endet. Die Akkumulation von Geldkapital wird daher zunächst aus dem Kreislaufprozeß des reproduktiven Kapitals gespeist: es sind alle Gelder, die aus dem Umschlag des reproduktiven Kapitals periodisch freigesetzt (»ausgeschwitzt«) werden, die nach und nach realisierten Gegenwerte des übertragenen fixen Kapitals (Amortisationsfonds) und die aufgeschätzten Gelder, die zur Anlage in reproduktivem Kapital bestimmt sind, aber noch nicht die notwendige Minimalgröße erreicht haben (Akkumulationsfonds). Mit der Entwicklung der kapitalistischen Produktionsweise kommen die privaten Ersparnisse aller Klassen hinzu und vergrößern den Umfang der Geldkapitalakkumulation. Alle diese Gelder werden im Bankensystem konzentriert zusammengefaßt und — unter den Bedingungen beschleunigter Akkumulation — als Kredit wieder in den Reproduktionsprozeß des Kapitals eingespeist. Die Wirkung auf den Prozeß



der Akkumulation des reproduktiven Kapitals ist doppelt: erstens wird die Kassenhaltung der Kapitale ökonomisiert, zweitens beschleunigt der Kapitalkredit die Akkumulation durch schnelleren bzw. antizipierten Rückfluß des vorgeschossenen Kapitals und durch die Möglichkeit, die zur Investition notwendige Minimalsumme früher zu erreichen.

Die Akkumulation des Geldkapitals bedeutet jedoch die Verwandlung eines stetig größer werdenden Teils des gesellschaftlichen Gesamtkapitals in zinstragendes Kapital. Damit wächst bereits in Zeiten beschleunigter Kapitalakkumulation der Anspruch des Kapitaleigentums an das fungierende reproduktive Kapital. Für die Einzelkapitale erhöht sich der Anteil der Fremdmittel am gesamten fungierenden Kapital und der Anteil der Zinsverpflichtungen am Bruttoprofit.

Der Umschlag aus der beschleunigten Akkumulation in die strukturelle Überakkumulation von Kapital verschärft diese Disproportion. Kontrahiert die Akkumulation des reproduktiven Kapitals, so verlangsamt sich der durchschnittliche Kapitalumschlag, und relativ mehr Kapital bleibt in Warenform oder als produktives Kapital gebunden. Damit verknappt sich relativ das aus dem Reproduktionsprozeß des Kapitals gespeiste Geldkapitalangebot. Infolge der stets virulenten Liquiditätsgengpässe erhöht sich gleichzeitig die Notwendigkeit, Kapital in Geldform zu halten: die »Liquiditätsvorliebe« nimmt zu, die Festlegungsfristen disponiblen Kapitals werden kürzer. Aus dem gleichen Grund steigt auch die Nachfrage nach Zahlungsmittelkrediten, zumal der kommerzielle oder Lieferantenkredit kontrahiert und von einer Geldkapitalvernichtung in Form von Forderungsausfällen begleitet wird. So strukturiert sich die Kreditnachfrage um, der Investitions- oder Kapitalkredit verliert an Anteil, und diejenigen Kreditformen, die nicht der Akkumulation, sondern lediglich der Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit dienen, nehmen zu. Die Kreditvergabe und damit die Akkumulation von Geldkapital spiegelt nun die brachliegende Akkumulation des reproduktiven Kapitals wider.

Wie bereits angesprochen, sammelt das Bankensystem nicht nur das Geldkapital der Kapitale ein und reduziert die Transaktions- und die Vorsichtskasse, sondern es konzentriert auch alle momentan verfügbaren Revenuebeträge der gesellschaftlichen Klassen in Geldform. Nicht nur das Geldkapital der Kapitale, sondern mehr und mehr die zeitweise aufgeschätzten Geldbeträge aller gesellschaftlichen Klassen werden im Bankensystem konzentriert und in zinstragendes Kapital verwandelt. Dies wiederum beeinflusst und modifiziert, sobald es im Laufe der Entwicklung größeren Umfang angenommen hat, die naturwüchsige Distribution der Revenuen: sowohl den Unternehmen als auch den privaten Haushalten fließt Zinseinkommen zu, welches wiederum in mehr oder minder großem Ausmaß entweder die sich aus dem originären Lohn-Profit-Verhältnis ergebende Angebots-Nachfrage-Konstellation auf den Warenmärkten modifiziert oder erneut als Geldkapital von den Banken konzentriert weitervermittelt wird.

Die letztgenannte Möglichkeit wird insoweit bedeutsam, als dieses Geldkapital spekulativ verwendet wird und mit zunehmender Masse auch die Bewegung im finanziellen Sektor modifiziert und sogar determinieren kann. Vermittelt über das Bankensystem beeinflussen diese Geldkapitalmassen die gesamte inländische umlaufende Geldmenge, ihre Zusammensetzung und die Bewegungen der Zinssätze.

In dieser Situation wirkt der finanzielle Sektor restriktiv auf die reproduktive Akkumulation: statt Investition, Mehrproduktion und Kapazitätsausweitung steht zunächst die finanzielle Konsolidierung (Liquiditätssicherung und Abbau der nun überhöhten Zinsbelastung) im Vordergrund des kapitalistischen »Zielsystems«, gleichzeitig bieten sich aufgrund der ge-

drückten Nachfrageverhältnisse weniger rentable Investitionsmöglichkeiten an. Ist die finanzielle Konsolidierung nach einiger Zeit hinreichend vorangetrieben, ergibt sich eine Situation, in der zunehmend liquide Mittel bereitstehen, die keine rentable Anlagemöglichkeit in reproduktiven Investitionsprojekten mehr finden, sondern als Überersparnis bzw. Überliquidität auf die Bahn der Spekulation getrieben werden. Marx prägte dafür den Namen »*Plethora-Kapital*« und konstatierte:

»Die Masse der kleinen zersplitterten Kapitale wird (...) auf die Bahn der Abenteuer gedrängt: Spekulation, Kreditschwindel, Aktienschwindel, Krisen. Die sog. Plethora des Kapitals bezieht sich immer wesentlich auf die Plethora von Kapital, für das der Fall der Profitrate nicht durch seine Masse aufgewogen wird — und dies sind immer die neu sich bildenden frischen Kapitalableger — oder auf die Plethora, welche diese, für sich selbst zur eigenen Aktion unfähigen Kapitale den Leitern der großen Geschäftszweige in der Form des Kredits zur Verfügung stellt« (Marx 1894, S. 261).

Das Spekulationskapital ist daher keine eigenständige Sorte von Kapital. Es ist nur das momentan für andere Zwecke »überflüssige« Kapital, das nach rentabler Anlage sucht. Kann es im reproduktiven Kreislauf des Kapitals angelegt werden, so wird es sofort aus seiner zinstragenden Form zurückgerufen werden. Eine weitere Quelle für Spekulationskapital sind — wie wir gesehen haben — die nicht konsumtiv verausgabten Revenuen bestimmter Klassen und Klassenfraktionen. Dabei ist es nicht notwendig, daß die entsprechenden Kapitalbesitzer selbst spekulieren. Allein wenn sie es in Bankdepositen anlegen, führt dies zu einer Erhöhung der den Banken zur Verfügung stehenden Mittel, die, wenn sie nicht als »seriöse« Kredite ausgereicht werden können, in Arbitrage- bzw. Spekulationsgeschäften angelegt werden. Diese Situation von Überliquidität resp. Überersparnis, in der sich die Metropolen des Kapitals seit über einem Jahrzehnt befinden, ist demgemäß Ausdruck der strukturellen Überakkumulation. Diese Überliquidität ist zugleich auch die *raison d'être* der sogenannten »Finanzinnovationen«.

Zwei Beispiele sollen diese erste grundlegende These illustrieren: nach der ersten globalen Umverteilung finanzieller Ressourcen nach dem sog. »Erdölchock« 1973/74 erlebte der Roll-over-Kredit eine Blüte. Mit dieser Innovation wurde auf die Liquidität der OPEC-Länder reagiert. Heute ist es die Überliquidität der kapitalistischen Metropolen (Europa und Japan), die zu den neuen Instrumenten auf den internationalen Kapitalmärkten führte. Der Unterschied besteht neben der Natur der Gelder (statt als Grundrente abgeschöpfte »Petrodollars« nun aus dem Kapitalkreislauf »ausgeschwitzte« und hinsichtlich produktiver Verwendung brachliegende »Metrodollars«) vor allem in der Art der Transmission der Gelder: die Petrodollars wurden in überwiegenderem Maße als kurzfristige Depositen bei den internationalen Banken »geparkt«, von diesen mit dem Instrument des Roll-over-Kredits in langfristige Entwicklungsländerkredite transformiert. Die Metrodollars der achtziger Jahre hingegen werden in negotiablen Titeln angelegt, deren Liquidität gegenüber Bankdepositen angesichts der Probleme vor allem der US-Banken höher eingestuft wird. Ein weiteres Novum ist die Zweckbestimmung der heutigen Euromarktgelder, die in großem Maße nicht reproduktive Investitionen, sondern riesenhafte Konzentrations- und Zentralisationsprozesse (»leveraged buy-outs«) finanzieren.

Den Agenten in diesem Spiel erscheint die Situation als äußerst zugespitzte Konkurrenzlage. Ihre subjektiven Bemühungen gehen dahin, geeignete absatzpolitische Instrumente zu entwickeln, die einerseits »einen Markt erschließen«, andererseits die »Produktionskosten« im Zaum halten. Die Finanzinnovationen sind absatzpolitische Instrumente der beteiligten Banken, mit denen sie auf eine veränderte Situation der Akkumulation des Kapitals reagieren. Aufgrund dieser Situation der Überliquidität, die sich als starke Konkurrenz unter den Ban-

ken dartut (Wehklage des »overbanking«), werden auch staatliche Reglementierungen fühlbarer als Konkurrenzhinderung empfunden und zu umgehen versucht. Ein eigenständiger Grund für die Entstehung von Finanzinnovationen auf dem Kredit- und Kapitalmarkt ist die staatliche Reglementierung als solche aber nicht.

### 3. Der theoretische Zugang zum Phänomen der »Finanzinnovationen«

*These 1: Die Spekulation gewinnt mehr und mehr Einfluß auf die internationalen monetären Märkte*

Der Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods, der mit erheblichen internationalen spekulativen Kapitalbewegungen verbunden war, führte zu gestiegener internationaler Zinsunruhe. Das Spekulationskapital konnte nicht mehr risikolos im Schutz gesicherter Wechselkurse die Grenzen passieren. Die neue Wechselkursunruhe beflügelte die Volatilität der Zinssätze, denn die Wechselkurspekulation wirkte je länger, je mehr zurück auf die Bankenliquidität bzw. die inländische Geldmenge. In einem Fixkurssystem, bei dem die Zentralbank zu Stützungskäufen verpflichtet ist, hat sie die mit grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen einhergehenden Veränderungen in der Bankenliquidität direkt unter Kontrolle und kann nötigenfalls steuernd eingreifen. Ohne Interventionspflicht dagegen wird die Bankenliquidität direkt berührt, der notenbankpolitische Zugriff kann erst mit Verzögerung einsetzen.

»So ist bei frei schwankenden Wechselkursen der Devisenmarkt (...) führungslos. Die Spekulation bemächtigt sich des Freiraums und treibt die Kurse in jene Tiefen und Höhen, die der Devisenmarkt in den letzten Jahren erlebt hat und die die binnenwirtschaftliche Entwicklung störten.« (Köhler 1985a, S. 257)

Die Spekulation bei freien Wechselkursen wirkt direkt auf den nationalen Geldmarkt. Ist der Kapitalmarkt wie in der BRD stark geldmarktabhängig,<sup>11</sup> so werden sich kurzfristige Liquiditätsverknappungen in den Wertpapierkursen widerspiegeln, was wiederum ein Signal für die Spekulation darstellt. Diese Kursbewegungen induzieren grenzüberschreitende Kapitalbewegungen und verändern damit wiederum die Wechselkurse.<sup>12</sup>

Führt die Spekulation somit zu gesteigerter Unruhe im monetären Bereich, so strahlt diese zurück auf den reproduktiven Sektor. Aufgrund erhöhter Zinsvolatilität nimmt die Unsicherheit zu. Zunächst relativiert sich die Bedeutung des langfristigen Zinssatzes für Investitionsentscheidungen, wenn er stark schwankt. Zweitens erhöht sich die Unsicherheit über die zu erwartenden Kosten eines Investitionsprojektes (Finanzierungskosten und evtl. Kosten für Importe), verkürzt den als »sicher« betrachteten Planungshorizont und verändert die Präferenzen hinsichtlich der Finanzierungsformen. Die dritte Schiene der Beeinflussung durch die Wechselkurse ist die Stimulation oder Dämpfung des Außenhandelsvolumens, aber auch eine geographische Umlenkung der Warenströme und eine Veränderung ihrer Zusammensetzung.

Die Spekulation wird alimentiert durch die Überliquidität der Kapitale, aber auch gut verdienender Teile der Mittelklassen. Neben einer Steigerung der Nachfrage nach fiktivem Kapital führt dies vor allem zu einer Veränderung der Struktur des Sparaufkommens (vgl. Büschgen 1984): höher dotierte und damit zinsreagiblere Sparformen wie Termineinlagen werden traditionellen Sparformen vorgezogen, oder es werden wie in den USA Spar- und Transaktions-

formen gekoppelt (NOW-, ATS-, Share Draft Accounts). Die Theoretiker des Euromarktes drücken dies in der Feststellung aus, daß die Anleger renditebewußter geworden seien (vgl. Schneider-Gädicke 1985). Neben der gesteigerten Empfindlichkeit für Renditeunterschiede ist das Spekulationskapital aber noch zusätzlich durch eine große Vorliebe für Liquidität charakterisiert. Kurze Festlegungsfristen werden daher bevorzugt, das von Keynes betonte Moment des irrationalen Handelns tritt weiter in den Vordergrund.<sup>13</sup>

*These 2: Mittels Finanzinnovationen wird das Spekulationskapital zur langfristigen Finanzierung herangezogen*

War das Spekulationskapital früher in erster Linie mit Arbitragegeschäften befaßt (dies ist auch die von der Theorie zugestandene Funktion), so wird es heute zunehmend in die Kanäle der seriösen Finanzierung geleitet. D.h. auch die Finanzierung von Industrieprojekten wird mehr und mehr durch mobiles Spekulationskapital durchgeführt. Infolge gestiegener Zinssatzunruhe, aber auch im Zusammenhang mit der Verkürzung der Umschlagszeit des fixen Kapitals hat sich das Investitionsfinanzierungsverhalten verändert, und die revolvingende Kurzfristfinanzierung tritt mehr in den Vordergrund. War die Zwischenfinanzierung durch kurzfristige Kredite bei Erwartung sinkender Zinsen früher lediglich eine Überbrückungsmaßnahme bis zur Schuldenkonsolidierung durch festverzinsliche Langfristkredite, so wird heute zur Minimierung der gestiegenen Zinsbelastung bewußt auf Zinssatzveränderungen spekuliert bzw. der Kapitalmarkt direkt — mit entsprechend ausgestalteten Papieren — in Anspruch genommen. Zudem üben sich mehr und mehr Unternehmen in diesem Finanzierungsverhalten.

*These 3: Das (internationale) Kreditsystem wird umstrukturiert*

Der letzte Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich konstatiert eine Zunahme der direkten Kreditbeziehungen (vgl. BIZ 1985, S. 60 ff.). Dies ist eine Umschreibung für die Tatsache, daß der Bond-(Anleihe-)Markt gegenüber dem Kreditmarkt relativ gewachsen ist. Damit verbunden geht das Gewicht der Banken als Sammel- und Verteilungszentrum des gesellschaftlichen bzw. internationalen disponiblen Geldkapitals zugunsten des Kapitalmarkts zurück. Als grundlegendes Charakteristikum ist für die heutige Zeit jedoch festzuhalten, daß das Spekulationskapital nicht mehr im selben Maße wie früher allein in den Banken konzentriert ist, bzw. über diese vermittelt »investiert« wird. Diese Entwicklung kommt den Banken entgegen: sie betreiben zielgerichtet Portfoliomanagement, um ihr durch mittlerweile »faule« Entwicklungsländerkredite belastetes Aktivgeschäft nicht noch unbeweglicher zu machen. Die Schuldenkrise wirkt via Bilanzstrukturmanagement der Banken. Statt Kredite zu vergeben, die in den Büchern stehen, wurde fiktives Kapital geschaffen, das von der Spekulation selbst zirkuliert wird. Dieser Prozeß wird als »*securitization*« bezeichnet. Das wachsende Gewicht des Bond- gegenüber dem Kreditmarkt drückt aus, daß vermehrt Spekulationskapital angesprochen, mobilisiert werden soll. In diesem Zusammenhang sind auch die Änderungen im Passivgeschäft der Banken zu sehen. Ein Sekundärmarkt für diese Titel entsteht, der für das Blühen der entsprechenden Finanzinnovationen notwendig ist. Die jeweils inländische Geldmenge wird von diesem Prozeß jedoch zunächst nicht berührt.

Gleichzeitig wirken aber die Finanzinnovationen, die sich der Spekulation andienern, mit, die Wirkung der Spekulation auf die monetären Verhältnisse zu verstärken und damit die

Unsicherheit rückwirkend zu erhöhen. Bestimmen heute eher die Kapital- als die Warenströme den Wechselkurs, induziert durch Zinsdifferenzen, welche Arbitragegeschäfte auf sich ziehen, so gibt es demgegenüber im Kreditbereich bereits Konstruktionen, die (zur »Risikominimierung«) direkt Zinssatz und Wechselkurs miteinander verknüpfen. Daneben warten solche Instrumente, die einen Anleihebetrag in einer Währung aufnehmen und in einer anderen Währung zurückzahlen. Die Wirkung auf die Wechselkurse ist leicht einsehbar. Heute braucht es, insbesondere in Zeiten erhöhter Unsicherheit, nur wenig Umsatz auf dem Devisenmarkt, um kurzfristig starke Kurssprünge zu induzieren. Die Wichtigkeit des Wechselkurses für die kapitalistischen Metropolen braucht nicht weiter angeführt zu werden; die Wirkung des hohen US \$-Kurses auf die europäischen Konjunkturen ist im Bewußtsein. Führt gesteigerte Spekulation zu erhöhter Wechselkursunruhe, so werden umgekehrt auch die erratischen Kursbewegungen im Rahmen allgemein erhöhter Unsicherheit zu vermehrter Spekulation führen. Weicht nämlich der Wechselkurs, über den ein Exportunternehmen zum Zweck der Kurssicherung ein Termin- oder ein Swapgeschäft abgeschlossen hat, von dem dann tatsächlich festzustellenden Kurs an jenem Termin fundamental und wiederholt ab, so wird das »hedging« nach und nach seinen Sinn verlieren.

Dann »werden sich auch Produktions- und Dienstleistungsunternehmen einer spekulativen Tätigkeit nicht entziehen können (...). Bei so starken Devisenkursveränderungen wie in den letzten Jahren muß mithin erwartet werden, daß das spekulative Engagement an den Devisenmärkten noch zunehmen wird.« (Köhler 1985 a, S. 262)

Auch wenn dieser Schluß überzeichnet klingt, so ist doch festzuhalten, daß im Maße, wie das »hedging« notwendig wird und zunimmt, auch die Spekulation zunimmt, denn es zeichnet ein Termingeschäft gerade aus, daß hier ein auf Sicherheit bedachter »hedger« und ein spekulativ orientierter »trader« zusammenkommen.

#### 4. Folgen für das nationale Geldsystem

Das nationale Geldsystem wird unterschiedlich berührt je nachdem, ob es sich um Veränderungen im Zahlungsverkehrsbereich oder im Bereich des Kredit- und Kapitalmarktes handelt, so daß auch in dieser Hinsicht zu differenzieren ist nach der Sphäre, in der die Finanzinnovationen »beheimatet« sind. Grundsätzlich gilt jedoch: mit den Finanzinnovationen wurden neue Formen von Kreditgeld geschaffen, die die Zentralbank (noch) nicht unter Kontrolle hat.

Im Grundsatz muß die Analyse von der funktionellen Trennung der Geldmenge ausgehen, die sich in der Realität als Summe verschiedener »Geldarten« (Bargeld, Sicht-, Termin-, Spareinlagen usw.) darstellt. Hierüber ergibt sich auch der Zugang zur Analyse der Steuerungspotenz der Zentralbank. Die Zuordnung einzelner Geldformen zu den jeweiligen Geldfunktionen stellt sich hierbei als das Problem einer adäquaten Geldmengendefinition dar, um die neuen Formen durch Einbezug in die geldpolitische Zielvariable dem steuernden Zugriff zu unterwerfen. Bei infolge der Finanzinnovationen instabilen Geldmengenaggregaten stellt sich der Geldpolitik ein »Informationsproblem«. Das Auftauchen von Finanzinnovationen im Sektor der Durchführung der Transaktionen und ihre Substitution traditioneller Geldformen erfordern eine Revision der bisherigen Geldmengendefinition. Dabei ist gleichgültig, ob die Revision offensichtlich vollzogen wird, indem eine neue Geldmengenabgrenzung als Zielvariable der Geld(mengen)politik eingeführt<sup>14</sup> oder indem die bisherige Steuerungsgröße indirekt revidiert wird.<sup>15</sup>

Da die Steuerungspotenz der Zentralbank im wesentlichen davon abhängt, wie eng die Verknüpfung zwischen den verschiedenen monetären Teilmärkten ist, d.h. wie direkt die Transmission von Interventionen von dem über die Geld(mengen)politik primär zu beeinflussenden kurzfristigen (Geld-)Markt zum langfristigen (Kapital-)Markt verläuft, so wird durch das Dazwischentreten der Finanzinnovationen als neue Instrumente einerseits, durch die Veränderung der Grundstruktur des Finanzsektors andererseits die Durchschlagskraft geldpolitischer Eingriffe modifiziert und abgeschwächt.

Die Veränderung der Akkumulation der Banken, durch die die monetären Teilmärkte miteinander verknüpft werden, hat daher entscheidendes Gewicht für die Steuerungskraft der Geldpolitik. Zwei Entwicklungen der bankbetrieblichen Parameter sind dabei von Bedeutung:

- a) Finanzinnovationen substituieren im Bereich der Kassenhaltung (der Geldnachfrage) die unverzinslichen Bargeld- und Sichteinlagenbestände durch verzinsliche Finanzaktiva mit einem ebenso hohen Liquiditätsgrad. Gesamtwirtschaftlich betrachtet geht der Anteil der (zinslosen) Transaktionskasse an der gesamten Geldnachfrage zurück; im Bankensystem steigt der Anteil der Vermögensformen mit marktbestimmten Ertragsraten. Bankbetrieblich bedeutet dies eine Zunahme der zu verzinsenden Refinanzierungsmittel, damit zunächst einmal eine gesteigerte Zinsempfindlichkeit des Passivgeschäfts und erhöhten Einfluß auf die Ertragslage. Selbst bei gleichbleibender Fristentransformationsleistung — gemessen am Aktivüberhang der Festzinspositionen — steigt daher für die Bank das finanzielle Risiko einer Erhöhung des Marktzinssatzes. Das Nachlassen der »positiven« Fristentransformationsleistung (»aus kurz mach lang«) in Niedrigzinsphasen kann dadurch verstärkt werden. Das bedeutet, daß sich der Umfang der zinsinkongruent finanzierten Aktivgeschäfte im Verhältnis zum gesamten Geschäftsvolumen der Bank reduziert.
- In der Konsequenz erhalten wir eine Erhöhung der zinsreagiblen Bestandteile der Bankbilanz, deren Inkongruenz sich zudem verringert. Einerseits reagieren die Banken damit schneller auf Zinssatzveränderungen, andererseits erhält das Zinsdifferential zwischen Aktiv- und Passivverzinsung mehr Bedeutung für die Geschäftstätigkeit der Bank, das absolute Zinsniveau verliert demgegenüber an Gewicht. Die Banken werden dadurch für Schwankungen im Zinssatzniveau unempfindlicher, da der Bestand an Krediten bei Zinssatzschwankungen einen geringeren Druck auf die Ertragslage ausübt. Es bedarf daher immer stärkerer Fluktuationen, um anpassende Maßnahmen nicht nur im Neugeschäft hervorzurufen. Die Volatilität der Zinssätze wird hierdurch befördert. Damit wird die geldpolitische Steuerung direkt über den Zinssatz erschwert, die Steuerung über die Liquidität der Banken, d.h. über die Geldmenge, funktioneller.
- b) Diese Entwicklungslinie wird unterstützt durch die Auswirkungen der Finanzinnovationen im Kreditgeschäft auf die Struktur der Erträge der Banken. In dem Maße, wie einerseits die Industriefinanzierung über back-up-Fazilitäten an Bedeutung zunimmt und andererseits die Banken das Emissionsgeschäft forcieren (securitization) — in diesem Maße werden die Provisions- und Gebühreneinnahmen gegenüber den reinen Zinserträgen wachsen. Auch von dieser Seite her vermindert sich die Wirksamkeit des Einflusses von Zinssatzänderungen. Zwar machen sich Zinssatzänderungen bei gestiegenem Wertpapierbestand der Banken in Kursveränderungen bemerkbar. Dennoch ist der Einfluß aus zwei Gründen abgefiltert: Erstens reagieren die Kurse nicht unmittelbar und im selben Ausmaß auf Zinssatzänderungen. Zweitens führen Zinssatzerhöhungen zu Kursverlu-

sten, die auf die Ertragslage der Banken durchschlagen, Zinssatzsenkungen dagegen, die rechnerische Kursgewinne bringen, werden die Ertragssituation solange nicht entlasten, wie die Kursgewinne nicht realisiert sind. Bei sinkenden Zinsen ist zudem eine Portfolioumschichtung zu Buchkrediten betriebswirtschaftlich wenig rational, solange die dortige Rendite nicht über der Wertpapierverzinsung liegt. Der Kreditzinssatz erhält somit eine durch die Verzinsung des fiktiven Kapitals gezogene Widerstandslinie nach unten.

Die mit der Entwicklung von Finanzinnovationen parallel laufende Tendenz zum universellen Finanzinstitut, die Konzentration der Finanzvermittlungsgeschäfte, verändert die Wirksamkeit einer nur auf die traditionelle Refinanzierung der Banken ausgerichteten Geldpolitik. Die Probleme der traditionellen Geldpolitik werden am deutlichsten in den USA sichtbar, wo das bisher institutionalisierte Trennbankensystem vor allem mit Hilfe der Finanzinnovationen obsolet wird und auf die Bildung eines Universalbanksystems hin tendiert. Der *Trend zur Universalbank* geht dabei von beiden Bankentypen aus: die commercial banks steigen aus Gründen des Portfoliomanagements und der Ertragsaufbesserung in das Wertpapiergeschäft ein, die investment banks und broker sind auf eine Ausweitung ihres Geschäftsfeldes (Emission und Rating) bedacht. Der Wirkungskreis der Geldpolitik verengt sich relativ zum wachsenden Aktionsfeld der Finanzintermediäre: gemäß den Usancen der angelsächsischen Geldmärkte, die sich nicht wie in der BRD auf den reinen Interbankenverkehr beschränken, sind neben den Banken auch die Finanzabteilungen großer Industrieunternehmungen am Geldmarkt aktiv (auf den Euromärkten mehr als im Inland). Ihre Aktionen sind mit den traditionellen, auf die *Bankenrefinanzierung* ausgerichteten geldpolitischen Instrumenten nicht zu kontrollieren, während das Volumen ihrer Finanztransaktionen sich mit dem Geschäftsvolumen kleiner und mittlerer Banken durchaus messen kann (am deutlichsten wird dies, wenn die Finanzabteilungen als eigenständige Konzernfinanzierungsgesellschaften etabliert werden — meist an off-shore Plätzen). Diese weitere Strukturänderung des Kreditbereichs durch das Hinzutreten von Nichtbanken auf Märkte, auf denen früher die dem geldpolitischen Zugriff unterliegenden Banken unter sich waren, akzentuiert die Einschränkung der Wirksamkeit der auf Globalsteuerung ausgerichteten Geldpolitik, die bereits auf die unterschiedliche Betroffenheit von kleinen und großen Banken von geldpolitischen Maßnahmen Rücksicht zu nehmen hatte (vgl. Junne 1976, S. 164-167). Auf die weitere Komplizierung — daß die Geldpolitik durch Größenstrukturänderungen im reproduktiven Bereich an Wirksamkeit verliert, da Großunternehmen sich einem Restriktionskurs durch Ausweichen auf die Euromärkte entziehen können und Kleinunternehmen somit bei der Fremdkapitalbeschaffung diskriminiert sind — soll hier nicht weiter eingegangen werden.

Durch die Substitution von »geldnahen« Finanzformen durch andere mit möglicherweise noch höherem Liquiditätsgrad verändern die Finanzinnovationen zunächst den »naturwüchsigen« Ökonomisierungsgrad der realen Geldmenge, was sich in einer Änderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes niederschlägt (vgl. Marx 1894, S. 451 f., wo von der »Technik des Bankwesens« die Rede ist). Die traditionelle Geldtheorie, auch Außenseiter wie Hankel, richten ihr gesamtes Augenmerk auf das Problem, wie die (nationale und internationale) Liquidität in den Griff zu bekommen ist und diskutierten daher die Auswirkungen auf das nationale Geld- und Währungsgefüge als das Problem veränderter Liquidität, d.h. als Veränderung des Geld- bzw. Kreditschöpfungsmultiplikators.

Durch die parallel laufende Tendenz zur »securitization«, der Verbriefung von Forderun-

gen, d.h. der Schaffung von fiktivem Kapital verändert sich auch die Struktur der Kassenhaltung, also der Geldmengennachfrage, im gesamtgesellschaftlichen Maßstab. Die Auswirkungen auf den hiermit in Zusammenhang stehenden inflationären Prozeß lassen sich jedoch an diesem Ort mangels eines geeigneten theoretischen Ansatzes nicht abschätzen.

Stellten die bislang erörterten Entwicklungen neuer Finanzinstrumente im Bereich des Zahlungsverkehrs die Geldpolitik der Zentralbank bereits vor Probleme, die jedoch vergleichsweise einfach durch Revision der Geldmengendefinition, d.h. durch Einbezug der Finanzinnovationen in den geldpolitischen Zugriff zu lösen sind, so wird die Wirksamkeit einer jeden nationalen Geld- und Währungspolitik durch die mit den Finanzinnovationen verbundene Internationalisierung der Märkte stärker in Frage gestellt. Erstens gewinnen die Kapitalströme spekulativer Orientierung mehr und mehr die Oberhand in der Bestimmung der Wechselkurse.<sup>16</sup> Zweitens wirken diese auf Arbitrage gerichteten Kapitalströme, die bereits auf geringe Zinsdifferenzen reagieren, ihrerseits verstärkend auf die Zinsvolatilitäten. Drittens sind durch bestimmte »innovative« Finanzinstrumente Wechselkurse und Zinssätze fest miteinander verknüpft, so daß der Wechselkurs-Zinssatz-Effekt bereits institutionalisiert ist.

In der Konsequenz ergibt sich aus diesem »Zusammenrücken der nationalen Märkte« eine durch die Arbitragespekulation und die Finanzinnovationen initiierte Angleichung der nationalen Zinsniveaus und eine Verstärkung des Einflusses der (spekulativen) Kapitalströme auf den Wechselkurs. Dabei setzt sich jedoch allein aufgrund der schiereren Größe die mächtigste kapitalistische Metropole, die USA, durch. Die schwächeren kapitalistischen Länder bekommen das Diktat der Zahlungsbilanz zu spüren, das sie zum wirtschaftspolitischen Gleichschritt zwingt. Die Zulassung von »international banking facilities« (Finanzfreihäfen) in der BRD würde dabei den autonomen geldpolitischen Spielraum der Bundesbank weiter verkleinern (vgl. Kotz/Simmert 1985).

Durch die mit den Finanzinnovationen verknüpfte verstärkte Schöpfung von fiktivem Kapital wird der Überbau über der »realen« Basis — sowohl in bezug auf die »wirkliche« Akkumulation als auch auf die durch deren Transaktionsvolumen bestimmte »wirkliche« Geldmenge — immer weiter aufgebläht. Die augenblickliche Stabilisierung der Weltwährungs- und -finanzlage (nicht zuletzt auf die konjunkturelle Erholung in den Metropolen zurückzuführen) ist dabei nur eine Atempause, erkaufte mit einer erhöhten Labilität. Der Zusammenbruch in einer Geld- und Kreditkrise wird je länger hinausgeschoben desto eklatanter sein.<sup>17</sup>

Die Entwicklungsrichtung, die der Eurokapitalmarkt mit den Finanzinnovationen einschlägt, ist die Verwandlung von zinstragendem in fiktives Kapital (»securitization«). Die Negotiabilität und damit höhere Liquidität ist das Grundcharakteristikum der neuen Finanzierungsinstrumente. Für das weitere Gedeihen der Finanzinnovationen sind daher funktionierende Sekundärmärkte notwendig. Daraus folgt gleichzeitig, daß nur diejenigen der neuen Konstruktionen sich durchsetzen und bestehen werden, die den ureigenen Wünschen der Spekulation soweit entgegenkommen, um dauernd Nachfrage zu finden. Solange die Spekulation floriert (und dies wird bei andauernder struktureller Überakkumulation des Kapitals weiter der Fall sein), werden auch neue Finanzinnovationen auftauchen.

Den hochverschuldeten Entwicklungsländern dagegen können die Finanzinnovationen kaum helfen. Einzig Zins- und Währungsswaps könnten bei einigen Ländern die Last des Schuldendienstes senken, doch wird sich nur wenig Spekulationskapital bereithalten, einem »unberechenbaren« Umschuldungskandidaten als Swap»partner« zur Verfügung zu stehen. Die Verschuldungskrise der Entwicklungsländer kann nur politisch gelöst werden.



## Anmerkungen

- 1 Diese Restriktion gilt allerdings nur für *Banken*, die im Gesetz dadurch definiert sind, daß sie Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben. Das Regionalprinzip kann daher umgangen werden, wenn eine Tochtergesellschaft oder Filiale entweder auf die Hereinnahme von Einlagen oder das Herauslegen von Krediten verzichtet (sog. »non-bank bank«).
- 2 Diese Frühformen des »electronic banking« führten zu den heutigen, vor allem unter betriebswirtschaftlichen Aspekten attraktiven Formen der Bargeldautomaten (automated teller machines, ATM) und point-of-sales-Systeme (POS).
- 3 Bilanzrechtlich sind diese Fazilitäten Gewährleistungen und als solche als Eventualverbindlichkeiten unter dem Bilanzstrich auszuweisen. Sie gehen also selbst nicht in die Bilanz ein und werden daher auch als »off balance-sheet-Geschäfte« bezeichnet.
- 4 Bei den sog. »multicurrency option facilities« wird über die Preisfestsetzung eine Verbindung von Zinssätzen und Wechselkursen institutionalisiert: der Preis besteht in LIBOR plus/minus einem Währungskorrekturfaktor (Deport/Report der Terminweise).
- 5 Die Funktionsweise von swaps wird detailliert dargestellt in Henderson/Price (1984).
- 6 Für Details siehe Hurn 1985.
- 7 Quelle: OECD 1986, S. 61.
- 8 Vgl. Silber 1975, Dufey/Giddy 1981, Maier 1982, OECD 1984.
- 9 »Innovations in international financial markets arise when firms, usually financial institutions, find it profitable to offer or to employ a technique or instrument which better fulfills one of the four functions provided by the international financial sector: 1) liquid and standardized instruments for effecting payments in individual currencies; 2) mechanisms for conducting monetary exchange between different currencies; 3) institutions and markets for channeling savings into investments across national boundaries; and 4) mechanisms for allocating, diversifying, and compensating for risk.« (Dufey/Giddy 1981, S. 33; vgl. Pöhl 1985, S. 1)
- 10 Diese Einsatzformen des electronic banking führten dazu, daß auch der technische Fortschritt (die Computerisierung des Zahlungsverkehrs) als Bestimmungsgrund für Finanzinnovationen angeführt wird. Analog zur Innovationstheorie im Bereich der Produktion heißen sie dann *Prozeßinnovationen* gegenüber den *Produktinnovationen* wie CDs (Silber 1975, S. 63).
- 10a Die nachfolgenden Ausführungen können nicht mehr sein als ein gedrängter Abriss der dieser Arbeit zugrunde liegenden Theorie über das Verhältnis von reproduktiver und monetärer Akkumulation. Ausführlicher wird dieses Konzept vorgestellt in Krüger u.a. (1984), Traber (1984) und Krüger (1985).
- 11 Für diese Geldmarktabhängigkeit ist das Universalbankensystem verantwortlich, denn die Banken halten Kapitalmarktpapiere als Liquiditätspuffer. Vgl. Marx 1894, S. 485 und 487.
- 12 Der Sachverständigenrat stellt ebenfalls fest: »Für die Wechselkursbildung der D-Mark haben (...) die Kapitalströme gegenüber den Güterströmen eine dominierende Bedeutung erlangt.« (JG 1985/86, S. 98) Das Wall Street Journal ist dezidiert: »Das System variabler Wechselkurse funktionierte niemals wirklich zufriedenstellend, sondern nur in den Köpfen der Theoretiker. Daß die Realität anders ist, ist den Kapitalströmen und der Spekulation zuzuschreiben. Insgesamt gehen nur zwischen 5 % und 10 % der täglichen Umsätze von 150 Mrd. US \$ an den Devisenmärkten auf den internationalen Strom von Gütern und Dienstleistungen zurück.« (Leuschel 1986, S. 7 — Übers. d. V.) Theorien von der modifizierten Wirkungsweise des Wertgesetzes auf dem Weltmarkt, nach denen die Wechselkurse allein von den Warenströmen, d.h. den resp. Arbeitsproduktivitäten bestimmt werden, finden sich plötzlich generell ins Abseits gestellt.
- 13 »Zu den gegenwärtig bemerkenswerten Charakteristika der Kapitalmärkte gehört, daß viele Marktteilnehmer einen *außerordentlich kurzfristigen Zeithorizont* haben. Es wird von Tag zu Tag disponiert oder sogar in noch kürzeren Zeitspannen; zahlreiche Anlageentscheide werden nur mit Blick auf kurzfristige Preisbewegungen getroffen. Kapitalmarktpapiere dienen in diesem Fall nicht mehr der langfristigen Investition, was ihre eigentliche Aufgabe wäre. Vielmehr wird insbesondere

- von institutionellen Anlegern bewußt versucht, von den laufenden Kursschwankungen zu profitieren. In dieser Situation erhalten Wirtschaftsstatistiken eine ihnen letztlich nicht zustehende Signalkwirkung. Einzelne Daten, vor allem über die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft, bestimmen für kurze Zeit die Gefühle der Akteure am Markt, bis in entgegengesetzte Richtung deutende Zahlen zu einem Stimmungsumschwung führen.« (Neue Zürcher Zeitung, 17.9.85/Hervorh. d. V.)
- 14 GB: Ersatz von M1 durch M3 als geldpolitische Zielvariable, USA: Splitting von M1 in M1A und M1B. Vgl. Maier 1982.
  - 15 Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank beschloß am 19. Dezember 1985, CDs in die Mindestreserve, damit in die geldpolitische Zielgröße »Zentralbankgeldmenge« einzubeziehen.
  - 16 Vgl. Köhler 1985b, S. 1-6.
  - 17 Es baut sich ein durchaus ansehnliches Potential an Turbulenzen auf: das Emissionsvolumen der Zerobonds beispielsweise wird noch deutliche Spuren in der Finanzgeschichte hinterlassen. »So wurde (...) im September 1984 (in den USA/d.V.) ein Zero-Coupon-Bond der Federal National Mortgage Association (FNMA) mit einer Laufzeit von 35 Jahren begeben. Abzüglich der Emissionskosten dürften dem Schuldner hierdurch rund 200 Mill. US-Dollar zugeflossen sein. Bei Fälligkeit im Jahre 2019 müssen dagegen 6,75 Milliarden US-Dollar zurückgezahlt werden. Dieses Beispiel macht deutlich, welche Schuldentransformation ins nächste Jahrhundert hier aufgebaut worden ist.« (Heberer 1985, S. 466)

## Literatur

- Andreas, Kurt (1983): *A Central Bank View of Financial Innovations on the Capital Markets*, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 90/1983, S. 5-8
- Brützel, Christoph (1985): *Offshore-Banking deutscher Banken unter besonderer Berücksichtigung des Euro-DM-Marktes und der Möglichkeiten einer Repatriierung*, Frankfurt a.M. 1985
- Büschgen, Hans E. (1984): Entwicklungslinien und Zukunftsperspektiven der Geldvermögensbildung aus Bankensicht, in: *Die Bank* 3/1984, S. 104-113.
- Campbell, Katherine (1984): Euromarkets: the age of the hybrid, in: *The Banker*, September 1984, S. 41 bis 45
- Davidson, Paul (1982): *International Money and the real world*, London — Basingstoke 1982
- Damm, Ulrich (1983): Innovationen am Euro-Kapitalmarkt, in: *Die Bank* 12/1983, S. 568-573
- Dierolf, Günther/Lechner, Josef (1985): Das Depositenzertifikat — innovatives Finanzierungsinstrument, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 16/1985, S. 760-763 (Teil I) bzw. ebda., 17/1985, S. 806-810 (Teil II)
- Donnelly, Barbara (1985): Futures: Playing the stock-index arbitrage game, in: *Institutional Investor*, February 1985, S. 101-106
- Dufey, Gunter/Giddy, Ian H. (1981): Innovation in the International Financial Markets, in: *Journal of International Business Studies*, Fall 1981, S. 33-51
- Euromoney (1986): »Innovation in the International Capital Markets«, *Euromoney* January 1986, Supplement
- Germany, J. David/Morton, John E. (1985): Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries, in: *Federal Reserve Bulletin*, October 1985, S. 743-753
- Hankel, Wilhelm (1984): *Gegenkurs*. Berlin 1984
- Heberer, Rolf (1985): Zur bisherigen Entwicklung von Zero-Bonds, in: *Der langfristige Kredit*, 15/1985, S. 466
- Henderson, Schuyler K./Price, John A. M. (1984): *Currency and Interest Rate Swaps*. London 1984
- Herz, Bernhard (1985): Geldpolitik bei finanziellen Innovationen, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 13/1985, S. 7-10
- Hubbes, Hans Harald (1985): Währungs-Spekulation mit Zins-Warrants, in: *Börsen-Zeitung* vom 5. November 1985

- Hurn, Stanley (1985): Transferable Loan Magic, in: *Euromoney*, January 1985, S. 27-31
- Junne, Gerd (1976): *Der Eurogeldmarkt. Seine Bedeutung für Inflation und Inflationsbekämpfung*, Frankfurt a.M. 1976
- Keynes, John Maynard (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin 1936
- Köhler, Claus (1979): *Geldwirtschaft. Zweiter Band: Zahlungsbilanz und Wechselkurs*, Berlin 1979
- Köhler, Claus (1985a): *Bedingungen für mehr Stabilität im Weltwährungssystem*, in: Filc, Wolfgang/Köhler, Claus (Hrsg.): *Stabilisierung des Währungssystems*, Berlin 1985
- Köhler, Claus (1985b): *Geld- und Kreditpolitik unter internationalem Einfluß*, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* Nr. 76/1985, S. 1-6
- Köhler, Claus (1986): *Innovationen im Bankgeschäft als geld- und währungspolitisches Problem*, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* Nr. 9/1986, S. 1-7
- Kotz, Hans-Helmut/Simmert, Diethard B. (1985): Finanzfreihäfen: Ein Hauch von Karibik, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 27/1985, S. 64-69
- Krüger, Stephan u.a. (1984): *Keynes contra Marx?* Hamburg 1984
- Krüger, Stephan (1985): Tendenzen der Kapitalakkumulation, in: *Prokla* Nr. 59, Juni 1985, S. 78-100
- Lerbinger, Paul (1985): Swap-Transaktionen als Finanzinstrumente, in: *Die Bank*, 5/1985, S. 245-249
- Lerbinger, Paul (1985): Swap-Transaktionen als Bankleistung, in: *Die Bank*, 6/1985, S. 294-297
- Leuschel, Roland (1986): Monetary Debate Starts Turning to Gold, in: *The Wall Street Journal*, Europe, Brussels — January 6, 1986; zit. nach: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* Nr. 3/1986, S. 7 f.
- Maier, Gerhard (1981): USA: Monetäre Innovationen — ihre Ursachen und Konsequenzen für die Geldpolitik, in: *Die Bank* 11/1981, S. 542-546
- Maier, Gerhard (1982): Das US-Geldmengenrätsel: Eine Herausforderung an Theorie und Politik, in: *Kredit und Kapital* No. 2/1982, S. 293-299
- Marx, Karl (1894): *Das Kapital*. Dritter Band, Hamburg 1894 (MEW 25)
- McMahon, C.W. (1985): *Change and Development in International Financial Markets*, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 47/1985, S. 6-10
- Mella, Frank (1984): Die Zinsspekulation greift zum langen Hebel, in: *Börsen-Zeitung* vom 31. Oktober 1984
- Minsky, Hyman P. (1984): *Financial Innovations and Financial Instability: Observations and Theory*, in: Federal Reserve Board of St. Louis (Ed.): *Financial Innovations. Their Impact on Monetary Policy and Financial Markets*, Boston usw. 1984
- OECD (1984): The Impact of New Assets and Intermediation Techniques on the Functioning of Financial Markets, in: *Financial Market Trends*, No. 28, June 1984, S. 12-24
- OECD (1986): *Financial Markets Trends*, No. 33, March 1986
- Pecchioli, R.M. (1983): *The Internationalisation of Banking — The Policy Issues*, Paris (OECD) 1983
- Reinhardt, Peter (1985): Die Risiken der Banken im Swapgeschäft, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 14/1985, S. 21-26
- Sachverständigenrat (1985): *Jahresgutachten 1985/86*, Bonn 1985
- Schneider-Gädicke, Karl-Herbert (1985): *Innovationen an den Finanzmärkten — Analyse ihrer Bedeutung für Kreditinstitute und Anleger*, Erlangen 1985
- Silber, William L. (1975): *Towards a Theory of Financial Innovation*, in: ders. (Ed.) *Financial Innovation*, Lexington/Mass., USA 1975
- Storck, Ekkehard (1985): Neue Instrumente am Euromarkt, in: *Handelsblatt* vom 7. November 1985
- Traber, Uwe (1984): Monetäre und reproduktive Akkumulation — Anmerkungen zu Hyman P. Minsky, in: *Prokla* Nr. 57, Dezember 1984, S. 99-118
- Vittas, Dimitri (1985): How far is the US ahead in Financial Innovation? in: *The Banker*, May 1985, S. 47-53